**Encyclopedia of Economic Law Journal**
Homepage: http:// lawecon.um.ac.ir

**Research Article**
Vol. 29, No. 22, Fall-Winter 2022, p. 179-208

# A Comparative Study of the Effects of Takeover on Directors and Shareholders in England and Iranian Law

**Hasan Badinloo**
M.A Student in private Law, Imam Khomeini International University
**Habib Ramezani Akerdi**
Associate professor of law, Imam Khomeini International University (Corresponding Author)
**Seyed Elhamoddin Sharifi Ale-Hashem**
Associate professor of law, Imam Khomeini International University

Received: 2022/08/06
Revised: 2023/01/14

**ABSTRACT**

Despite the fact that Takeover is usually used as a common strategy for the growth and development of companies, this process has unavoidable effects. Explaining that Takeover actually affects the set of actors of the companies and in many cases, it does not lead to the expected benefits. One of the reasons for this is the nature of Takeover, which, unlike other similar legal entities such as Mergers, is mostly hostile and against the will of the Target Company.

In this research, the question is addressed by analytical-descriptive method and with a comparative study, what effect does Takeover have on the company's shareholders and managers?
According to the findings of the current research, the interests of managers are secured without the existence of special regulations in the field of Takeover; however, in the absence of protective regulations, the interests of shareholders may not be secured in the Takeover process. This fact is especially important in Iranian law; because most of the existing laws are in the legislative field of the Merger and regarding Takeover, the legislator has expressed the limited rules related to this field in a scattered and decentralized manner without mentioning its name.

**Keywords:** Takeover, Takeover Effects, Company Shareholders, Company Managers.

## INTRODUCTION

Takeover of companies, which usually takes place in a hostile manner, is the acquisition of management control of other companies (and not their ownership) by an individual or entity, through the purchase of major assets or the acquisition of a majority of shares with voting rights in the election of directors (controlling shares in public companies) in order to eliminate inefficient management.

In this process, shareholders, middle and upper managers (board of directors), employees and creditors are the main the beneficiaries in the process of taking over companies. Among them, employees and creditors are not the subject of this research, but regarding these two categories, it can be said: creditors are not the subject of the Takeover, because unlike the Merger, in the taking over of the control of a company, practically the acquiring company and the target company maintain their independent and previous nature and also none of their rights, assets and debts are transferred to each other just because of the Takeover. Not only do employees not benefit from special benefits when the company is taken over, but they may also be deprived of their basic rights, i.e. the right to employment; because firing employees has become one of the characteristics of most Takeovers.

Regarding the shareholders and managers, it should be said that the management of companies, as the main players, have always played a prominent and influential role in the process of taking over companies. Also, the real purpose of Takeover should be to gain profit and increase the benefits for the company and consequently its shareholders; however, in practice, many issues such as bad intentions of company managers, etc. can cause failure and as a result decrease the value of the company and its shares. In this regard, the results obtained from many researches indicate that the managers of the acquiring companies have not been able to improve performance and create value for the company's shareholders, and most of the company's Takeover transactions have failed and, as a result, the value of the wealth Shareholders will be reduced.

Based on the aforementioned, examining the effect of the Takeover on each of the shareholders of the target and acquiring companies, as well as managers, is of particular importance.

## PURPOSE

In this research, the main question is what effect does Takeover have on the company's shareholders and managers? To explain that in the Takeover process, there is a conflict of interest between the shareholders and the management of the companies. Because shareholder approval is only required in limited circumstances; As a result, it is not expected that during Takeover, the shareholders of the parties will play an important role, despite the losses caused to them by the acquirers. Therefore, in this research, the

effects of the takeover process on shareholders and managers and the existing challenges related to them will be investigated.

## METHODOLOGY

In this research, a descriptive-analytical method with a comparative view has been used; In this way, first the effects of the Takeover on the shareholders and managers of the companies are explained in English law, and then, with legal reasoning methods, the rules related to Takeover and the effects of this in Iranian law are analyzed and examined.

## FINDINGS

In English law, the shareholders of the target companies have extensive protection through laws, but despite the existence of these approaches that are designed to protect the ownership rights of shareholders during Takeover, it seems that representation problems and conflicts of interest arise, especially when applying defensive mechanisms by company managers have continued. The shareholders of the acquiring companies face the same challenges as the shareholders of the target companies, and considering the Takeover regulations in England, which are mainly focused on the protection of the shareholders of the target company, it seems that sufficient attention is paid to the protection of the interests of the shareholders of the offering company (and not the individual acquirers) during the Takeover, and their shareholders are not immune from the biased actions of the managers and are not supported by them.

Also, in Iranian law and considering the absence of specific regulations regarding the protection of the shareholders of the acquiring company, it is necessary to refer to the general rules of companies. According to the findings of the present research, the interests of shareholders may not be secured in the Takeover process in the absence of protective regulations. This fact is especially important in Iranian law; because most of the existing laws are in the legislative field of the Merger and regarding Takeover, the legislator has expressed the limited rules related to this field in a scattered and decentralized manner without mentioning its name.

In addition to shareholders, company management as the main players have always played a prominent and influential role in the process of taking over companies. The role of managers of the target companies is mainly determined by their participation in the negotiation process that leads to the Takeover, by their role in rejecting the offer or defending against the Takeover.

In English law, regulatory frameworks for Takeover and provisions such as the Rule against Frustrating Actions or the Board Neutrality Rule, are mainly designed to limit the role of the management of said companies. Also, unlike the managers of the target companies, the management of the acquiring

companies in deciding to participate in the Takeover process has little legal restrictions and have significant authority and independence, and in very limited circumstances, approval of the shareholders is required. Therefore, in making important decisions such as taking over another company, some managers may seek personal interests more than the interests of the company and its shareholders, which is referred to as "conflict of interests" between managers and shareholders. Of course, in English law, the role of managers is limited based on laws such as the Companies Act 2006 (especially Sections 171 to 177 under the title of their seven fiduciary duties) and also the City Code on Takeovers and Mergers (The Takeover Code), and the duties and responsibilities of the managers of the acquiring and target companies continue during the Takeover process and especially during the Takeover Bid.

In Iranian law and in the analysis of managers' powers, a theory called "the duty to promote the company's success" is proposed. Promoting the success of the company creates requirements for the manager beyond the observance of trust, the non-compliance of which brings responsibility for the manager. That is, the task of promoting the company's success is a "positive commitment" in order to improve the existing situation. To explain that positive action is not to improve the existing situation, but to maintain the existing situation. Therefore, according to the legal situation in Iranian law, for the development of the company in the way that is discussed in English law, a plan for the development of the company (including when taking over or being taken over by their respective company) can be made in Iranian law. The statute provided that if the manager does not comply with it, he will be held responsible. Of course, in this case as well, the manager's commitment is basically a commitment to the means, and if the manager has put his effort into realizing the progress plan, he will not be responsible. Also, to complete the discussion, it should be added that managers of stock companies face various restrictions according to the Bill amending a part of the Iranian Commercial Code 1969.

## CONCLUSION

In principle, Takeover in the long term is a factor of value reduction and as a result, the wealth of shareholders will decrease. In English law, shareholders of acquiring companies face the same challenges as target companies, and given the Takeover regulations in England, which are mainly focused on the protection of the target company's shareholders, it seems that sufficient attention has not been paid to the protection of the interests of the shareholders of the bidder during the Takeover, and their shareholders are not immune from the domineering roles of managers, and the relevant laws and regulations are not very effective in practice. Of course, if the conflict of interests and problems caused by representation are reduced by regulations such as the Rule against Frustrating Actions, the

property rights of the shareholders of the target company can be protected to a large extent.

In Iranian law, according to the existing legal articles that limit the powers of the company's managers, and also by anticipating the possibility of filing a derivative suit against the managers, it seems that the shareholders have relative protection.

In relation to company managers, considering the fact that during the Takeover process, they usually directly participate in the negotiation process and have the possibility to negotiate their interests, such as receiving damages from the company due to dismissal from the management position and..., their interests will be secured without special regulations in the field of Takeover. In English law, managers have legal responsibilities towards the company and sometimes shareholders to protect the interests of the company, and it seems that their fiduciary duties towards the company, to some extent, protect the company's shareholders, especially the shareholders of the acquiring company.

In Iranian law, according to the theory of "duty to promote the company's success", it is possible to provide a plan for the company's progress (including at the time of taking over or being taken over by the respective company) in the articles of association, and if the manager does not comply with it, dreaded responsibility for him. Of course, in this case as well, the manager's commitment is basically a obligation of means, and if the manager has put his effort into realizing the progress plan, he will not be responsible.

However, in a general view, according to the findings of the current research, the interests of managers are provided without the existence of special regulations in the field of Takeover; however, in the absence of protective regulations, the interests of shareholders may not be secured in the Takeover process. This fact is especially important in Iranian law; because most of the existing laws are in the legislative field of the Merger and regarding Takeover, the legislator has expressed the limited rules related to this field in a scattered and decentralized manner without mentioning its name.

**REFERENCES**

[1] Arefi Asghar, The Study Of Financial Performance In Iranian Acquisition Firms, Iranian Journal of Trade Studies (IJTS), Vol. 13, No. 50, pp. 225–245 2009.

[2] Armour, John and Skeel, David A. Jr., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, Faculty Scholarship at Penn Law, 2007.

[3] Caves, Richard E., “Mergers, takeovers, and economic efficiency: Foresight vs. hindsight”, International Journal of Industrial Organization, vol. 7, 1989.

[4] Cosh, Andy, and Paul Guest, “The Long-Run Performance of Hostile

Takeovers: U.K. Evidence", Working Papers, Centre for Business Research, University of Cambridge, 2001.
[5] Dickerson, A.P., Gibson, H.D. and Tsakalotos, E., "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms", Oxford Economic Papers, Vol. 49, pp. 344-361, 1997.
[6] Girvin, Stephen, Sandra Frisby, and Alastair Hudson, Charlesworth's Company Law, 18th Edition, London: Sweet & Maxwell, 2010.
[7] Henry, Darren, "Directors' Recommendations in Takeovers: An Agency and Governance Analysis", Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32, 2005.
[8] Herbert Smith Freehills LLP, "Guide To UK Takeovers", https://www.herbertsmithfreehills.com/latest-thinking/guide-to-uk-takeovers.pdf, Accessed January 17, 2021.
[9] Issaei Tafreshi M, Ramezani Akerdi H, Abbasimanesh H R. Promote the Success of the Company; A Duty for Director (Study in English and Iranian Law), Tarbiat Modares University Press, Journal of Comparative Law Researches (CLR), Vol. 19, No. 4, pp. 123–148, 2016.
[10] Jafarpour, Hassan, A Comparative Study of the Merger of Companies in British Law and the Iranian Business Law Bill 2005, Thesis for a master's degree, Allameh Tabataba'i University, 2008.
[11] Kershaw, David, Principles of Takeover Regulation, Oxford University Press, 2016.
[12] Mohammadi Nik, Mohammad, Merger in Iran Law and England Law, Tehran: Mizan Legal Foundation, 2017.
[13] Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", Journal of Finance, Vol. 45, 1990.
[14] Okanigbuan Jnr, Francis, Corporate Takeover Law and Management Discipline, Routledge, Taylor & Francis Group, 2020.
[15] Seretakis, Alexandros L., "Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case Against the United States Regime", The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 8, No. 2, 2013.
[16] Skini R, Sharifi Ale-Hashem S E. Analysis of Directors Powers of Share Limited Company with Respect to Foundations of Relation between Directors and Company in Iran and English Legal Systems, Tarbiat Modares University Press, Journal of Comparative Law Researches (CLR), Vol. 4, No. 4, 2001.
[17] Slaughter and May, "A Guide to Takeovers in the United Kingdom", https://my.slaughterandmay.com/insights/client-publications/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf, Accessed April 19, 2021.
[18] Tachmatzidi, Isidora, "Takeover Defences in the United Kingdom", International Journal of Economics and Business

Administration, Vol. 6, 2018.

[19] Yousefzadeh, Samad, Investment Law: Acquisition (A Study in Iran and UK Legals Systems with Economics Analysis Approach), Tehran: Ganje Danesh, 2019.

**مقاله پژوهشی**

# مطالعه تطبیقی آثار تصاحب شرکت‌ها بر سهامداران و مدیران در حقوق انگلستان و ایران

**حسن بادینلو**[1]
فارغ التحصیل کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)
**حبیب رمضانی آکردی**[2]
استادیار حقوق، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)
**سید الهام الدین شریفی آل هاشم**[3]
استادیار حقوق، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)

تاریخ دریافت ۱۴۰۱/۰۵/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۲۴

## چکیده

علیرغم اینکه تصاحب شرکت‌ها معمولا به عنوان یک استراتژی رایج در راستای رشد و توسعه شرکت‌ها بکار گرفته می‌شود، این فرآیند دارای اثرات غیرقابل اجتنابی است. بدین توضیح که تصاحب عملا مجموعه بازیگران شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و در بسیاری موارد، منجر به منافع پیش‌بینی شده نمی‌شود. یکی از دلایل این امر، ماهیت نهاد تصاحب است که بر خلاف نهادهای حقوقی مشابه دیگر نظیر ادغام، عمدتا به صورت خصمانه و بر خلاف خواستِ ارکان شرکت هدف صورت می‌پذیرد.
در این پژوهش به روش تحلیلی-توصیفی و با مطالعه تطبیقی به این پرسش پرداخته می‌شود که تصاحب چه اثری بر سهامداران و مدیران شرکت برجای می‌گذارد؟
طبق یافته‌های پژوهش حاضر، منافع مدیران بدون وجود مقررات خاص در حوزه تصاحب، تأمین می‌گردد؛ لیکن ممکن است در صورت عدم وجود مقررات حمایتی، منافع سهامداران در فرآیند تصاحب تأمین نشود.

---

1- hassbadin@gmail.com
2- h.ramezani@soc.ikiu.ac.ir (نویسنده مسؤول مقاله)
3- dr.sharifi.se@gmail.com

این واقعیت به ویژه در حقوق ایران از اهمیت بیشتری برخوردار است؛ چون عمده قوانین موجود در حوزه قانونگذاریِ نهاد ادغام بوده و در مورد تصاحب، قانونگذار بدون اشاره به نام آن، قواعدِ محدود مرتبط با این حوزه را به صورت پراکنده و غیرمتمرکز بیان داشته است.

**کلید واژه‌ها:** تصاحب شرکت‌های تجاری، آثار تصاحب، سهامداران شرکت، مدیران شرکت.

## مقدمه

در حقوق ایران، بر خلاف نهاد ادغام[۱]، قانونگذار تعریف دقیقی از واژه تصاحب[۲] ندارد[۳]؛ لیکن با بررسی قوانین گوناگون، شاید بتوان قانون اجرای سیاست‌های کلی اصلی ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۶ را مهمترین قانون در حقوق ایران در ارتباط با نهاد تصاحب دانست. در این قانون، قانونگذار به تعریف مفاهیمی همچون «سهام مدیریتی» (میزانی از سهام یک شرکت که دارنده آن طبق اساسنامه، اختیار تعیین حداقل یک عضو را در هیأت‌مدیره شرکت دارد.[۴])، «سهام کنترلی» (حداقل میزان سهام مورد نیاز برای آن‌که دارنده آن قادر به تعیین اکثریت اعضای هیأت‌مدیره شرکت باشد.[۵]) و نیز «بنگاه یا شرکت کنترل‌کننده» (بنگاه یا شرکتی که از طریق تملک تمام یا قسمتی از سهام یا سرمایه یا مدیریت و یا از طرق دیگر، فعالیت‌های اقتصادی بنگاه‌ها یا شرکت‌های دیگر را در یک بازار کنترل می‌کند.[۶]) می‌پردازد که دربر گیرنده مفهوم تصاحب است.

تصاحب، به دست آوردن کنترل مدیریتی شرکت‌های دیگر (شرکت هدف) توسط یک فرد یا شخص، از طریق خرید دارایی‌های اصلی یا اکتساب اکثریت سهام دارای حق رأی در انتخاب

---

1- Merger
2- Takeover

۳- شایان ذکر است، علیرغم کاربرد وسیعِ این نهاد در اقتصاد، متأسفانه در حقوق ایران، تعریف قانونی و همچنین قانونگذاری صریحی در رابطه با نهاد تصاحب در دسترس نبوده و بر خلاف حوزه مالی و سرمایه‌گذاری، ماهیت اصلی این نهاد برای بسیاری از پژوهشگرانِ حوزه حقوق نیز مبهم می‌باشد؛ تا جایی که برخی از آنها، نهاد یادشده را با ادغام شرکتهای تجاری خلط نموده‌اند.

۴- قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ماده ۱، بند ۶.

۵- همان، بند ۷.

۶- همان، بند ۸.

مدیران (سهام کنترلی در شرکت‌های سهامی عام) به منظور حذف مدیریت ناکارآمد است. منظور از سهام در این تعریف، سهام کنترلی در شرکتهای سهامی، سرمایه سهام (سهم‌الشرکه) در شرکت‌های غیرسهامی و اکثریت سهام کنترلی به همراه اکثریت سرمایه سهام در شرکت‌های مختلط سهامی می‌باشد. (Yousefzadeh, 2019: 485)

تصاحب انواع گوناگونی دارد که عمدتا می‌تواند به دو صورت دوستانه[1] یا خصمانه[2] باشد: تصاحب‌های دوستانه به صورتی است که بدون هیچ اجبار خارجی، یک شرکت طی یک روند عادی، از طریق مذاکره و قرارداد و در راستای اشتراک مساعی، به تصاحب شرکت دیگر درمی‌آید. (Cosh & Guest, 2001: 2-5) اما در تصاحب خصمانه یا قهرآمیز، شرکتی (تصاحب‌کننده) با اعمال تاکتیک‌هایی از قبیل تحصیل مقدار قابل ملاحظه‌ای از سهام یک شرکت[3] و در نتیجه تحت فشار قرار دادن هیأت‌مدیره یا حتی سهامداران، عملا (و بر خلاف میل و خواسته ارکان شرکت هدف) کنترل شرکت را از دست آنها خارج ساخته و در نهایت شرکت هدف را تصاحب می‌کند. (Tachmatzidi, 2018: 106)

سهامداران، مدیران میانی و بالادستی (هیأت‌مدیره)، کارکنان و طلبکاران از ذینفعان اصلی در فرآیند تصاحب شرکت‌ها می‌باشند. از بین ذی‌نفعان، کارکنان و بستانکاران موضوع این پژوهش نیستند، اما درخصوص این دو دسته می‌توان گفت: بستانکاران در اصل موضوعِ نهاد تصاحب نمی‌باشند، زیرا بر خلاف نهاد ادغام، در تصاحبِ کنترل یک شرکت، عملا شرکت تصاحب‌کننده و تصاحب‌شده ماهیت مستقل و پیشین خود را حفظ کرده و صرفا به دلیل وقوع تصاحب، هیچ یک از حقوق، دارایی‌ها و دیونشان به یکدیگر منتقل نمی‌گردد. کارکنان نیز نه تنها از منافع خاصی در هنگام تصاحب شرکت بهره نمی‌برند، بلکه ممکن است از حقوق اولیه خود یعنی حق اشتغال نیز محروم گردند؛ زیرا اخراج کارکنان به یکی از ویژگی‌های اکثر تصاحب‌ها تبدیل شده است.

هنگام تصاحب شرکتها، تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت شرکت‌ها به وجود می‌آید.

1- Friendly Takeover
2- Hostile Takeover
3- Down Raid

چون تأیید سهامداران فقط در شرایط محدودی مورد نیاز است؛ در نتیجه، انتظار نمی‌رود که در هنگام تصاحب، سهامداران طرفین، علیرغم ضررهایی که توسط تصاحب‌کنندگان به آن‌ها وارد می‌گردد، نقش مهمی ایفا کنند. لذا در این پژوهش، آثار فرآیند تصاحب بر روی سهامداران و مدیران و چالش‌های موجود در رابطه با آن‌ها مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

در این تحقیق از روش پژوهشِ توصیفی-تحلیلی با نگاه تطبیقی استفاده شده است؛ بدین صورت که ابتدا آثار نهاد تصاحب شرکت‌ها در حقوق انگلیس تبیین شده و سپس با روش‌های استدلال حقوقی به تحلیل و بررسی قواعد مربوط به تصاحب و آثار این نهاد در حقوق ایران پرداخته می‌شود.

## ۱. اثر تصاحب بر سهامداران

سهامداران را می‌توان اصلی‌ترین اشخاصی دانست که از تصاحب شرکت‌ها نفع یا ضرر می برند؛ زیرا هدف حقیقی از تصاحب می‌بایست کسب سود و افزایش منافع برای شرکت و بالتبع سهامداران آن باشد؛ هر چند در عمل، مسائل بسیاری نظیر سوءنیت‌های مدیران شرکت و... می تواند موجب شکست و در نتیجه کاهش ارزش شرکت و سهام آن گردد.

بر خلاف آنچه برخی پژوهشگران داخلی نتیجه گرفته‌اند که تصاحب سهام شرکت‌ها تأثیر چندانی در حقوق سهامداران شرکت تصاحب‌کننده ندارد (Jafarpour, 2008: 112)، لیکن نتیجه به دست آمده از تحلیل اطلاعات معاملات تصاحب شرکت‌ها در دوره پژوهشی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ حاکی از این است که مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش برای صاحبان سهام شرکت نداشته‌اند و اغلب معاملات تصاحب شرکت در ایران با شکست مواجه و منجر به انتقال ثروت از سهامداران شرکت تصاحب‌کننده به سهامداران قبلی شرکت هدف شده است. (Arefi, 2009: 225)

در خارج از کشور نیز بنا بر مطالعه‌ای که در کشور آمریکا صورت گرفته است، این نتیجه به دست آمد که سود مورد انتظار در معاملات ادغام و تصاحب پس از انجام معامله حاصل نمی-گردد. (Caves, 1989: 151) همچنین برخی پژوهشگران در یک مطالعه طولانی، اثر دو نهاد ادغام و تصاحب بر عملکرد بلندمدت شرکت‌های انگلیسی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج

بررسی‌های محققین مذکور حاکی از آن بود که ادغام و تصاحب در بلندمدت عامل تخریب منافع شرکت است و به تبع آن ارزش ثروت صاحبان سهام کاهش خواهد یافت. طبق نتایج تحقیق یادشده، سرمایه‌گذاری داخلی نسبت به تصاحب (سرمایه‌گذاری خارج از سازمان) اثر مطلوب-تری بر عملکرد شرکت‌های تصاحب‌کننده دارد. (Dickerson et al., 1997: 344-361)

یکی از اساسی‌ترین اهداف حقوق شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، از این رو یکی از اهداف اصلیِ مد نظر از تصاحب شرکت‌ها، افزایش درآمد و متعاقبا افزایش ارزش سهام شرکت و ثروت سهامداران آن می‌باشد. (Mohammadi Nik, 2017: 66) لیکن یکی از نویسندگان پس از انجام تحقیقات لازم طی یک بازه پنج ساله، به این نتیجه رسیده است که تصاحب شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، با عنایت به شاخص‌های حسابداری و با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب‌شده، منجر به کاهش ثروت سهامداران شرکت-های تصاحب‌کننده و هدف شده است؛ بنابراین استفاده از استراتژی تصاحب در بورس تهران، برای کسب سودآوری عملیاتی و حسابداری توصیه نمی‌شود. (Arefi, 2009: 243)

بنابه مراتب یادشده بررسی اثر تصاحب بر هر یک از سهامداران شرکت‌های هدف و تصاحب-کننده حائز اهمیت ویژه‌ای است که در این بخش، این آثار مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

**۱-۱. اثر تصاحب بر سهامداران در حقوق انگلیس**

**۱-۱-۱. سهامداران شرکت هدف**

در حقوق انگلیس، سهامداران شرکت‌های هدف از حمایت وسیعی از طریق قوانین برخوردارند، سازوکارهای دفاعی[1] در مقابله با پیشنهاد تصاحب با ممنوعیت‌های زیادی مواجه شده است، ازجمله اینکه هرگونه اقدام می‌بایست توسط خود سهامداران تأیید گردد، هیأت‌مدیره از انجام اقدامات برای ناکام گذاشتنِ پیشنهاد تصاحب ممنوع است و همچنین آن‌ها اجازه ندارند از استراتژی‌های دفاعی مانند قرص‌های سمی[2] یا دافع کوسه[3] استفاده کنند. (Armour & Skeel, 2007: 1735) به طور کلی می‌توان گفت، بسیاری از مباحث مرتبط با تصاحب نظیر تدابیر دفاعی

1- Defence Strategies
2- Poison Pills
3- Shark Repellents

و... در راستای حفاظت از حقوق سهامداران شرکت هدف بوده و عمده قوانین و قواعد مربوطه در قانون تصاحب یا اسکجول 1C[۱] نیز برای حفاظت از منافع سهامدارن شرکت هدف تدوین گردیده‌اند؛ لیکن با عنایت به اهمیت قاعده ممنوعیت اقدامات خنثی‌کننده، ما در این بخش صرفا به بررسی جایگاه سهامداران شرکت هدف از منظر یادشده می‌پردازیم.

از زمان وقوع اولین تصاحب‌ها در انگلستان، تصمیم مدیریت شرکت‌های هدف در مورد پذیرش یا رد ایجاب‌های تصاحب تا حد زیادی با منافع سهامداران آن‌ها در تعارض بوده است که در نهایت این امر موجب شکل‌گیری قاعده «ممنوعیت اقدامات خنثی‌کننده» گردید. این قاعده به دنبال این هدف است که هیأت‌مدیره از مداخله در پیشنهاد تصاحب یا اتخاذ تصمیم در مورد پیشنهاد بدون مجوز قبلیِ مجمع عمومی سهامداران منع گردد. همچنین طبق قاعده ۳-۱ قانون تصاحب، آن‌ها نمی‌توانند کاری برای افزایش ارزش سهام سهامداران به عمل آورند، مگر اینکه مشاوره مستقل در مورد منصفانه بودن ایجاب به سهامداران ارائه کنند.

از طرفی، هدف رویکردهای مزبور این است که وظایف مدیریت در حین تصاحب را به نقش مشورتی و توصیه‌ای محدود کرده تا از تأثیر مدیریت بر نتایج پیشنهادهای تصاحبی جلوگیری به عمل آید، اما علیرغم وجود این رویکردها که با هدف محافظت از حقوق مالکیت سهامداران در هنگام تصاحب تدوین شده‌اند، به نظر می‌رسد مشکلات نمایندگی و تعارض منافع همچنان ادامه داشته است؛ زیرا محتوای چنین مشورت‌هایی نمی‌تواند عاری از انگیزه‌های شخصی و منافع مدیران باشد (Henry, 2005: 128) و در مقابل، هیچ سازوکار مستقلی برای بررسی و ارزیابی توصیه‌های مدیریت به سهامداران در رابطه با پیامدهای پذیرش یا رد پیشنهاد تصاحب، وجود ندارد. لذا مشاوره مذکور توسط هیأت‌مدیره ممکن است تحت تأثیر منافع شخصی آنها قرار گرفته و در نهایت، سهامداران شرکت هدف را گمراه نماید.

مشکل دیگر در خصوص سازوکارهای تدافعیِ پیش از ارائه پیشنهاد تصاحب[۲] مطرح می‌گردد.

---

۱- دستورالعمل اسکجول 1C (ضمیمه قانون شرکتهای ۲۰۰۶ انگلستان) که پس از خروج بریتانیا از اتحادیه اروپا (موسوم به برگزیت)، جایگزین بومی‌سازی شده دستورالعمل تصاحب اروپایی ۲۰۰۴ (دستورالعمل EC/۲۵/۲۰۰۴) گردید.

۲- در حقوق انگلیس، سازوکارهای تدافعی در مقابل تصاحب خصمانه به دو دسته تدابیر دفاعی در مرحله پیش از پیشنهاد و همچنین اقدامات خنثی‌کننده غیرقانونی در مرحله پس از ارائه پیشنهاد تصاحب توسط شرکت پیشنهاددهنده تقسیم‌بندی می-

طبق قاعده ۶ قانون تصاحب، قاعده ممنوعیت اقدامات خنثی‌کننده معمولا در مورد دفاع‌های پیش از پیشنهاد اعمال نمی‌گردد؛ یعنی مدیریت شرکت‌های هدف از انجام یا عدم انجام هر اقدامی که ممکن است پیشنهاد تصاحب را خنثی کند، منع نگردیده‌اند؛ به شرطی که چنین اقدامی یا ترک فعلی قبل از انجام هرگونه پیشنهاد تصاحب یا حتی قبل از قریب‌الوقوع بودن پیشنهاد[1]، صورت گرفته باشد. بنابراین آن‌ها می‌توانند اثر قواعد حمایتی مزبور را با انجام اقدامات و سازوکارهای دفاعی در مرحله قبل از پیشنهاد، تضعیف نمایند.

به عنوان مثال، هیأت‌مدیره ممکن است از تدابیری همچون چتر نجات طلایی[2] (به منظور دریافت جبران خسارت‌های هنگفت به دلیل برکناری از جایگاه مدیریتی)، هیأت‌مدیره تناوبی[3]، ایجاد محدودیت در نقل و انتقال سهام[4]، سهام بدون حق رأی[5] و... سوء استفاده نمایند. مضافا همین وضع در خصوص آن دسته از تاکتیک‌های دفاعیِ پس از پیشنهاد نیز صادق است؛ به شرطی که تهیه یکی از مقدماتِ آن تاکتیک به مرحله پیش از پیشنهاد بازگردد.

البته این نکته حائز اهمیت است که اکثر تکنیک‌های مدیریتی تشریح شده تا حد زیادی توسط قوانین شرکت و اصول راهبری شرکتی محدود شده‌اند. به عنوان مثال، قواعد راهبری شرکتی مقرر می‌دارد که پرداخت حقوق و دستمزد باید با عملکرد مرتبط باشد و در عین حال، برای جذب بهترین افراد برای این شغل، می‌بایست پرداخت‌های مناسبی انجام شود[6] یا با عنایت به این واقعیت که سهامداران در هر زمانی می‌توانند مدیران را برکنار نمایند، اتخاذ سازوکار هیأت‌مدیره تناوبی

---

گردند. مورد اول یعنی اتخاذ تدابیر دفاعی در مرحله قبل از ارائه پیشنهاد، شامل اعمالی است که هیأت‌مدیره مجاز است از آنها برای نفوذ بر سهامداران شرکت یا با هدف جلوگیری از پیشنهاد شرکت پیشنهاددهنده استفاده نماید. از سوی دیگر، دسته دوم شامل اقداماتی است که توسط هیأت‌مدیره شرکت هدف صورت پذیرفته و منجر به اختلال در فرآیند تصمیم‌گیری یا محرومیت از حق سهامداران برای تصمیم‌گیری در مورد یک پیشنهادِ ارائه شده تصاحب می‌گردد.

۱- اقدامات قریب الوقوع یا Imminent Bids را می‌توان به عنوان پیشنهادهایی تعریف کرد که هنوز انجام نشده‌اند اما براساس گمانه‌زنی‌های موجود در بازار، این احتمال متصور است که سرمایه‌گذاری در حال تلاش برای تصاحب یک شرکت می‌باشد.

2- Golden Parachutes
3- Staggered Boards
4- Restrictions on Share Transfers
5- Non-voting Shares
6- UK Corporate Governance Code 2018, § 5.

می‌تواند عملا مؤثر نباشد و یا طبق ماده ۱۶۸ قانون شرکت‌های سال ۲۰۰۶، تأیید سهامداران برای صدور سهام جدید ضروری است.

در عین حال، این محدودیت‌ها ممکن است چندان مؤثر نباشند، زیرا این محدودیت‌ها عموما برای تنظیم روابط بین هیأت‌مدیره و سهامداران شرکت، به ترتیب به عنوان نماینده و اصیل اعمال می‌گردند. به عنوان مثال، الزام انتشار حق‌الزحمه یا پاداش مدیران[1] ممکن است به نتیجه مورد نظر نرسد، چون با توجه به این واقعیت که مذاکره برای پاداش معمولا بین سلسله مراتب شرکت و مدیر اجرایی آینده انجام می‌شود، این محدودیت‌ها هیچ تأثیری بر اعتبار قراردادهای منعقدشده بین شرکت و مدیر آن ندارد. (Okanigbuan Jnr, 2020: 86)

به‌هرحال اگرچه مدیران شرکت در قبال شرکت (و نه سهامداران) مسئول هستند، اما نمی‌توانند اهمیت حقوق مالکیت سهامداران را در هنگام انجام تکالیف امانی[2] خود، به ویژه در هنگام تصاحب، نادیده بگیرند.

**۱-۱-۲. سهامداران شرکت تصاحب‌کننده**

همانطور که قبلا بیان شد، علیرغم نظر برخی از نویسندگان، سهامداران شرکت‌های تصاحب کننده به اندازه سهامداران شرکت‌های هدف با چالش‌هایی روبرو هستند و با عنایت به مقررات تصاحب در انگلستان که عمدتا بر حفاظت از سهامداران شرکت هدف متمرکز است، به نظر می‌رسد توجه کافی نسبت به حفاظت از منافع سهامداران شرکت پیشنهاددهنده (و نه تصاحب‌کنندگان منفرد) در هنگام تصاحب نشده است و سهامداران آن‌ها از اقدامات مغرضانه مدیران مصون نبوده و از طرف آن‌ها حمایت نمی‌گردند.

طبق قواعد فهرست‌بندی انگلیس، در شرایط خاصی که کمتر اتفاق می‌افتد، تأیید سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده در فرآیند تصاحب مورد نیاز است. بر اساس قاعده ۱۰-۵ مقررات یادشده، در صورتی که یک شرکت بورسی[3] با فهرست‌گذاری صَرف قیمتی[4] به دنبال تصاحب

1- Remuneration
2- Fiduciary Duties
3- Listed Company
4- premium listing

شرکت دیگری با انتشار اوراق بهادار به عنوان عِوض باشد، در صورت در نظر گرفتن معامله تصاحب به عنوان معامله «کلاس ۱» (نوعی از معاملات با نسبت‌های مشخص دارایی، سود و... طرفین)، باید تأیید سهامداران اخذ گردد. (Slaughter and May, 2021)

همچنین، بنا بر قواعد ۵-۶-۳ و ۵-۶-۴ قانون مزبور، در مواردی که یک شرکت فهرست‌بندی شده، یک شرکت فهرست‌بندی نشده یا دارایی‌های فهرست‌نشده آن را تصاحب می‌کند، صرفا تحت شرایط خاصی (نظیر تغییر اساسی در تجارت یا تغییر در هیأت‌مدیره یا تغییر در سهام کنترلی دارای حق رأی در شرکت پیشنهاددهنده)، تصویب سهامداران شرکت پیشنهاددهنده مورد نیاز است. مضافا این الزام برای تأیید سهامدارانِ شرکت پیشنهاددهنده محدود به معاملات حجم مشخص بوده که این امر بدان معناست که اندازه شرکت هدف می‌بایست حداقل ۲۵ درصد کوچک‌تر از اندازه شرکت خریدار باشد و در عمل، شرکت‌های هدف در این نوع معاملات، شرکت‌های نسبتا متوسط می‌باشند.

لذا به طور کلی، شرط تأیید سهامدارانِ شرکت پیشنهاددهنده در فرآیند تصاحب محدود است، بدین صورت که لزوما هنگامی که یکِ شرکت بورسی در حال تصاحب شرکت دیگر می‌باشد، موافقت سهامدارانِ آن نیاز نیست. بلکه در شرایط محدودی مبنی بر این که اولا: شرکت تصاحب‌کننده می‌بایست یکِ شرکت بورسی با فهرست‌گذاری صَرف قیمتی باشد. ثانیا: اندازه آن باید از آستانه‌های حداقل ۲۵ درصد یا بیشتر از شرکت هدف یا صد درصد شرکت هدف (در معامله معکوس) تجاوز نماید.

این رویکرد حاکی از آن است که در مقررات تصاحب در حقوق انلگیس، به این حقِ سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده در خصوص موافقت با یک سرمایه‌گذاری مؤثر بر ارزشِ سهام آن‌ها (یعنی تصاحب شرکتی دیگر)، توجه کافی نشده است. این واقعیت زمانی بیشتر نمایان می‌گردد که لزوما سهامداران مزبور از تصاحب یک شرکت دیگر سود نبرده و در صورتی که تصاحب به سودآوری برای سهام شرکت تصاحب‌کننده نیز منجر شود، سهامداران آن می‌بایست سهام خود را در شرکت حفظ نمایند تا زمانی که هم‌افزایی حاصل از تصاحب محقق گردد.

البته در خصوص نگرانی‌های فوق باید گفت سهامداران مزبور می‌توانند از حمایت‌های قانونی تحت مقرراتی نظیر قانون شرکت‌های ۲۰۰۶ (نظیر تکالیف امانیِ مدیران طبق مواد ۱۷۱ إلی ۱۷۷)، قواعد عمومی و حقوق قراردادها و سایر قوانین نظارتی برای احقاق حق خود استفاده نمایند،

هرچند به نظر می‌رسد راهکارهای مورد نظر نیز نوعی از طرق جبران خسارت پس از وقوع تصاحب بوده، ولی امکان جلوگیری از وقوع تصاحب‌ها با توسل به این مقررات متصور نمی‌باشد.

بنابر بندهای ۲۶۰ تا ۲۶۹ قانون شرکتهای ۲۰۰۶، سهامدار یک شرکت می‌تواند از طریق طرح یک دعوای مشتق، از طرف شرکت از مدیر شرکت شکایت کند، به شرطی که اقدامات مدیر شامل سهل‌انگاری، کوتاهی و نقض وظیفه یا اعتماد باشد. البته قانون شرکت‌ها نیاز به ایجاد تعادل بین تخصص مدیریت و حمایت از شرکت در برابر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهل‌انگارانه و بی‌احتیاطی را ملزم می‌داند و این امر مستلزم آن است که قبل از طرح این دعوا، مجوز لازم از دادگاه اخذ گردد.

لیکن اینکه آیا سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده می‌توانند با موفقیت دعوای مشتق خود را علیه مدیران در ارتباط با تصاحب‌ها به سرانجام برسانند یا خیر، محل تأمل است؛ چون دعوای یادشده در اصل به منظور اصلاحِ یک عمل اشتباه یا کلاهبرداری در مورد اقلیتی است که کنترل امور شرکت را در دست دارند. بر این اساس، می‌بایست نشان داد که اکثر سهامداران (به غیر از افراد خاطی) از این ادعا حمایت می‌نمایند. همچنین اگر سهامداران به دلیل ضرر ناشی از تصاحب‌های فاقد ارزش و غیرضروری در طرح دعوای مزبور علیه مدیریت شرکت موفق شوند، موفقیت این اقدام منجر به لغو تصاحب نمی‌گردد. مضافا اینکه دعاوی مشتق معمولا از طرف یک شرکت به عمل می‌آید و در نتیجه، درآمد حاصل از آن مستقیما به شرکت (و نه سهامداران) می‌رسد. (Okanigbuan Jnr, 2020: 98-100)

از طرف دیگر، نکته مهم این است که آیا ضرر و زیان سهامداران بازتاب دهنده زیان شرکت است یا خیر، چون سهامداران در واقع زمانی متحمل ضرر می‌شوند که ارزش سهام آن‌ها با تصمیمات سرمایه‌گذاری «ضعیف» مدیریت، کاهش یابد.

در این راستا، اصل «عدم پذیرش ضرر بازتابی»[1] به منظور جلوگیری از اقدامات متعدد و

---

۱- اصل عدم پذیرش ضرر بازتابی یا no reflective loss بیانگر این مسئله است که اگر در نتیجه اقدامات مدیران، ارزش سهام سهامداران کاهش پیدا کند، این ضرر (کاهش ارزش سهام) غیرقابل جبران است؛ چون بازتاب ضرری است که به شرکت وارد گردیده است.

دعاوی بیهوده و بیش از حد سهامداران و اطمینان از عدم محدودیتِ مدیران شرکت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مؤثر می‌باشد. این اصل ضررهایی را که شرکت متحمل شده است را از ضررهای سهامداران متمایز می‌کند. به این ترتیب، سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده تنها در صورتی در دعوای خسارت ناشی از تصاحب‌های غیرضروری موفق می‌شوند که ثابت شود که نقض وظایف مدیران که منجر به ضرر و زیان آن‌ها شده است، مربوط به تکالیفی است که مدیران به طور خاص در قبال سهامداران دارند و این ضررها دقیقا به سهامداران وارد گردیده است. (Okanigbuan Jnr, 2020: 98-100) لذا به نظر نمی‌رسد روش طرح دعوای مشتق برای سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده در رابطه با ضررهای ناشی از تصاحب‌های غیر ضروری، راه‌حل مناسبی باشد.

**۱-۲. اثر تصاحب بر سهامداران در حقوق ایران**

در حقوق ایران و با عنایت به عدم وجود مقرره خاص در رابطه با حمایت از سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، می‌بایست به قواعد عام شرکت‌ها مراجعه کرد. در این راستا و با توجه به اینکه اصل اولی برای شکل‌گیری هر فرآیند تصاحب، اکتساب و به دست آوردن سهام شرکت هدف با استفاده از شیوه‌های تأمین مالی نقدی، سهامی[۱] یا ترکیبی از این دو به هزینه شرکت تصاحب‌کننده و بالتبع سهامداران آن می‌باشد، ماده ۹۴ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ اشعار می‌دارد: هیچ اکثریتی نمی‌تواند بر تعهدات صاحبان سهام بیفزاید.

همچنین درصورتی که تأمین مالی تصاحب از طریق افزایش سرمایه صورت گیرد، طبق ماده ۱۶۴ قانون مزبور، اساسنامه شرکت نمی‌تواند متضمن اختیار افزایش سرمایه برای هیأت‌مدیره شرکت باشد و افزایش سرمایه باید طبق ماده ۸۳ ل.ا.ق.ت به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده برسد. بنابراین در این روش کنترل سهامداران اعمال می‌شود؛ اما اگر تصاحب از محل ذخیره اختیاری یا سود قابل تقسیم باشد، امکان کنترل تصاحب از طرف سهامداران منتفی است.

---

۱- در این شیوه که رایج‌ترین شکل تأمین مالی تصاحب است؛ شرکت تصاحب‌کننده پولی پرداخت نکرده اما در عوض سهامی را در درون خود برای سهامداران شرکت هدف، صادر می‌نماید.

لازم به ذکر است، در شرکتهای هدف این نکته حائز اهمیت است که بر اساس ماده ۴۱ قانون یادشده، در شرکت‌های سهامی عام، نقل و انتقال سهام نمی‌تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام بشود؛ لذا سرمایه‌گذارانی که به دنبال تصاحب شرکت‌های دیگر هستند، می توانند با استفاده از این مقرره به سهام کنترلی یا مدیریتی لازم برای تصاحب شرکت هدف دست یابند؛ مگر این که اکتساب درصد مشخصی از سهام شرکت، بنا بر سایر قوانین با محدودیت مواجه باشد.

به‌هرحال به نظر می‌رسد در حال حاضر در صورت وقوع تصاحب بدون اخذ موافقت سهامداران هر یک از شرکت‌های تصاحب‌کننده یا هدف، تنها راه، اختیارِ سهامدار یا سهامداران مالک حداقل یک پنجم سهام شرکت به طرح دعوای مشتق به طرفیت مدیران و به خواسته مطالبه جبران خسارت وارده به نام و به نمایندگی از شرکت به استناد ماده ۲۷۶ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت است.

البته در خصوص سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، به نظر می‌رسد، با توجه به وجود خطرات تصاحبِ شرکت‌ها برای ارزش شرکت و بالتبع سهامداران آن، قانونگذار باید با رویکرد سیاست حمایت از سهامداران، مبادرت به وضع قانون نماید. به نحوی که اصل را بر نبود اختیار برای مدیران جهت تصاحب شرکت دیگر بگذارد و وجود این اختیار را برای مدیران، مستلزم تصریح در اساسنامه و اخذ مصوبه از مجمع عمومی فوق‌العاده سهامداران اعلام نماید و عدم بازدهی تصاحب یا بازده صفر و حتی در حد غیر قابل توجه و کاهش ارزش شرکت تصاحب‌کننده در اثر اقدام به تصاحب را به عنوان اماره تقصیر مدیران قرار داده و در کنار آن، اقدام به تصاحب مستلزم اخذ تأییدیه از شورای رقابت باشد تا اطمینان حاصل گردد که این اقدام منافی حقوق رقابت نمی‌باشد. (Yousefzadeh, 2019: 49)

لازم به ذکر است، یکی از اصلی‌ترین انگیزه‌های شرکت‌ها برای تصاحب شرکتهای دیگر را می‌توان انگیزه حذف رقیب و ایجاد انحصار و کسب قدرت برتر بازار دانست. در این راستا قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی که یکی از مهمترین قوانین در حقوق ایران در ارتباط با نهاد تصاحب می‌باشد در ماده ۴۷ مقرر می‌دارد: هیچ شخص حقیقی یا حقوقی نباید سرمایه یا سهام شرکت‌ها یا بنگاه‌های دیگر را به نحوی تملک کند که موجب اخلال در رقابت در یک و یا چند بازار گردد و تبصره آن نیز مواردی را از شمول ماده مستثنی می‌کند. همچنین

در مواد گوناگون ذیل فصل نهم (تسهیل رقابت و منع انحصار)، قانونگذار با وضع قوانین حمایتی نسبت با عملکرد انحصاریِ شرکت‌ها مقابله می‌کند. لذا اگر تصاحبی مشمول قوانین ضدرقابتی در ذیل فصل نهم قانون یادشده گردد، سهامداران شرکت هدف از حمایت قانونگذار ایران برخوردار خواهند شد.

## ۲. اثر تصاحب بر مدیران

مدیریت شرکتها به عنوان بازیگران اصلی، همیشه نقش برجسته و اثرگذاری در فرآیند تصاحب شرکت‌ها ایفا نموده‌اند که در ادامه به جوانب گوناگون آن پرداخته می‌شود.

### ۲-۱. اثر تصاحب بر مدیران در حقوق انگلیس

نقش مدیران شرکت‌های هدف، عمدتا با مشارکت آن‌ها در فرآیند مذاکره‌ای که منجر به تصاحب می‌شود، با نقش آنان در رد پیشنهاد یا دفاع در مقابل تصاحب ، تعیین می‌گردد. در حقوق انگلیس، چارچوب نظارتی برای تصاحب عمدتا به منظور محدود کردن نقش مدیریت شرکت‌های مزبور طراحی شده است. به عنوان نمونه، مقرراتی همچون قاعده محدودیت اقدامات خنثی‌کننده پیشنهاد تصاحب یا قاعده بی‌طرفی هیأت‌مدیره، مدیران را از مداخله در پیشنهاد تصاحب منع می‌کند. مدیران از اتخاذ هرگونه تصمیمی که نشان می‌دهد پیشنهاد بدون اجازه سهامداران پذیرفته یا رد شده است، ممنوع شده‌اند. این محدودیت‌ها تضمین می‌کند که سهامداران می‌توانند در مورد ایجاب تصاحب، به‌طور مستقل اتخاذ تصمیم کنند.

با وجود این، برخی قواعد نظیر قاعده بی‌طرفی هیأت‌مدیره تنها زمانی اعمال می‌گردد که پیشنهاد تصاحب داده شود و در خصوصِ دفاع‌های قبل از پیشنهاد چندان کارایی ندارد. به عنوان مثال، مدیران می‌توانند توافق‌هایی با شرکت متبوع‌شان مبنی بر دریافت خسارت‌های هنگفت منعقد نمایند که در صورت تصاحب شرکت و در نتیجه اخراج مدیران قبلی، به آن‌ها پرداخت شود. همچنین ممکن است توصیه‌هایی که مدیران می‌بایست در خصوص پیشنهاد تصاحب به سهامداران ارائه نمایند، از انگیزه‌های شخصیِ مدیران متأثر گردند. (Okanigbuan Jnr, 2020: 84-85)

همچنین برخلاف مدیران شرکت‌های هدف، مدیریت شرکتهای تصاحب‌کننده در تصمیم‌گیری برای مشارکت در فرآیند تصاحب، دارای محدودیت‌های قانونی ناچیزی بوده و از اختیار و

استقلال قابل توجهی برخوردار هستند و همانطور که اشاره شد، در شرایط بسیار محدود، تأیید سهامداران مورد نیاز است. آن‌ها می‌توانند با مشارکت در تصاحب‌های فاقد ارزش برای شرکتشان، اهداف هم‌افزایی تصاحب‌ها را تضعیف نمایند؛ زیرا ترجیحات مدیریتی تعیین می‌کند که چه زمانی تصاحب صورت پذیرد؛ لذا مدیران مزبور نقش مهمی را در تصاحب شرکت‌ها، به ویژه در تصمیم‌گیری برای شروع تصاحب ایفا می‌کنند.

**۲-۱-۱. تعارض منافع مدیران با سهامداران در تصاحب شرکت**

از نظر اقتصادی و با نگاهی واقع‌گرا، رابطه بین مدیریت و سهامداران یک شرکت، یک رابطه نمایندگی است که بر اساس آن، مدیران به صورت قراردادی استخدام شده‌اند تا از تخصص خود برای مدیریت امور شرکت‌ها استفاده کنند. لیکن از آنجا که قراردادهای مورد نظر احتمالاً همه رخدادهای آینده را پیش‌بینی نمی‌کند (خلاء قراردادی)، مدیران در تصمیم‌گیری‌های بعدی نظیر تصاحب شرکت از اختیارات زیادی برخوردار هستند؛ چون این ظرفیت را دارند که برای حفظ منافع خود با طرف مقابل مذاکره کنند.

بر این اساس، در اتخاذ چنین تصمیم‌های مهمی، برخی از مدیران ممکن است بیشتر به دنبال منافع شخصی باشند تا منافع شرکت و سهامداران آن، که از این امر با عنوان «تعارض منافعِ مدیران با سهامداران یاد می‌شود. به عنوان مثال، مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده ممکن است تحت تأثیر عواملی همچون کاهش خطرات شغلی، غرور و یا ایجاد امپراتوری برای افزایش اندازه شرکت‌های خود قرار گیرند که برای شرکت‌های آنها ارزش ایجاد نمی‌کند.

بنابراین، علیرغم این واقعیت که تصاحب می‌تواند یک سازوکار کارآمد برای به دست آوردن کنترل یک شرکت و در نتیجه ایجاد ارزش برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده باشد، در عین حال، چالش‌های ناشی از تعارض منافع میان مدیران و سهامداران ممکن است مدیران را در انجام تصاحب‌هایی با هدف حداکثرسازی منافع شخصی خودشان به قیمت ایجاد هزینه و ورود خسارت به سهامداران و سایر اجزای شرکت، متمایل کند. (Morck, 1990: 46-47)

از طرف دیگر، مدیران شرکت‌های هدف نیز ممکن است به دلیل ناتوانی در ارتقای ارزش اقتصادی شرکت و در نتیجه ترس از اخراج پس از تصاحب شرکت‌شان، با پیشنهادهای تصاحبِ مفید برای ارزش سهام سهامداران از طرف شرکت‌های پیشنهاددهنده مخالفت کنند. به ویژه در

مواردی مانند فقدان یا ناکافی بودن جبران خسارت آنها در نتیجه از دست دادن شغل، احتمالاً انگیزه کمتری برای تأیید پیشنهادهای تصاحب خواهند داشت.

بنا بر مطالب مذکور، تعارض منافع می‌تواند در تصمیم شرکت هدف مبنی بر پذیرش یا رد پیشنهاد و همچنین تصمیم شرکت تصاحب‌کننده برای انجام تصاحب پررنگ گردد، زیرا اگرچه اغلب نقل و انتقال سهام منوط به رضایت و موافقت مدیران نمی‌باشد؛ لیکن سهامداران اغلب خودشان توانایی اداره شرکت را نداشته و در نتیجه، به خدمات مدیریتی نیاز دارند.

البته با راه‌حل‌هایی نظیر ایجاد ساختارهای نهادی مؤثر برای کنترل محدوده مسئولیت‌های مدیران، تعیین مشوق‌های مدیریتی، سهیم کردن آنها در درصد مشخصی از سهام شرکتها و... می‌توان این مشکلات را تا حدودی کاهش داد. برای مثال، مدیران شرکت هدف که دارای سهام بیشتری در شرکت هستند، احتمالاً در برابر پیشنهادات تصاحب مقاومت کمی نشان دهند، چون ممکن است علاقه چندانی برای تثبیت خود در وظایف مدیریتی نداشته باشند. (Okanigbuan Jnr, 2020: 61)

در حقوق انگلیس، به منظور حصول اطمینان از حفظ حقوق مالکیت سهامداران، تلاش شده است تا با وضع مقررات گوناگون در حوزه تصاحب یا قانون شرکتها و همچنین قواعد عمومی نظیر قاعده ممنوعیت اقدامات خنثی‌کننده یا قاعده بی‌طرفی هیأت‌مدیره، نقش و سطح اختیاراتِ مدیریت محدود گردد که در ادامه این قوانین و قواعد مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

**۲-۱-۲. وظایف و مسئولیت‌های مدیران در فرآیند تصاحب**

وظایف و مسئولیت‌های مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده و هدف در طول فرآیند تصاحب و به ویژه طی دوره ایجاب تصاحب ادامه می‌یابد که در این قسمت به آن‌ها پرداخته می‌شود.

**۲-۱-۲-۱. قانون شرکتهای ۲۰۰۶**

بندهای ۱۷۱ إلی ۱۷۷ قانون شرکت‌های سال ۲۰۰۶ دربردارنده وظایف قانونی مدیران است که بر اساس آن، هفت تکلیف امانی آن‌ها عبارتند از:

وظیفه عمل در محدوده اختیارات تعیین‌شده در اساسنامه شرکت[1]؛ وظیفه ارتقای موفقیت شرکت به نفع کل اعضای آن[2]؛ وظیفه اعمال رأی مستقل[3]؛ وظیفه اعمال و بکارگیری دقت، مهارت و تلاش متعارف[4]؛ وظیفه اجتناب از تعارض منافع[5]؛ وظیفه عدم پذیرش مزایای اشخاص ثالث[6] و وظیفه افشای منافع در معامله پیشنهادی با شرکت[7].[8]

از میان وظایف مذکور، صرفا چهار وظیفه عمل در محدوده اختیارات، وظیفه ارتقای موفقیت شرکت، وظیفه اعمال دقت، مهارت و تلاش متعارف و به طور خاص وظیفه اجتناب از تعارض منافع می‌توانند برای موضوع تصاحب قابل اجرا باشند که در ادامه بررسی می‌گردند.

**الف) وظیفه عمل در محدوده اختیارات**

مهمترین محدودیت در رابطه با اقدامات خنثی‌کننده مدیران در فرآیند تصاحب، دکترین اهداف مناسب[9] است. بر اساس بند ۱۷۱ قانون شرکت‌ها، یک مدیر می‌بایست اختیارات خود را برای اهدافی که به آن‌ها تعلق می‌گیرد، اعمال نماید. لذا اقدامات مدیرانی که هدف اصلی آن‌ها رد پیشنهاد تصاحب است، منجر به نقض وظیفه عمل در محدوده اختیارات می‌گردد. همچنین دکترین اهداف مناسب بر هدف اصلی اقدامات مدیران متمرکز است و نه بر تأثیر آن‌ها. لذا اقداماتی که توسط مدیران شرکت در راستای پیشنهاد تصاحب صورت می‌گیرند، در صورتی معتبر خواهند بود که مدیران بتوانند توجیه تجاری مدّ نظر را به عنوان هدف اصلی خود مطرح و اثبات کنند.

به عنوان نمونه، طبق قاعده ۹ قانون تصاحب[10]، تصاحب‌کننده‌ای که با ارائه یک ایجاب، میزان سی درصد یا بیشتر از سرمایه شرکت هدف را به دست آورده است، می‌بایست ایجابی برای باقیمانده سهام شرکت هدف (به قیمت ایجاب اولیه) ارائه نماید. با توجه به موارد فوق، می‌توان

1- Duty to act within powers
2- Duty to promote the success of the company
3- Duty to exercise independent judgment
4- Duty to exercise reasonable care, skill and diligence
5- Duty to avoid conflict of interests
6- Duty not to accept benefits from third parties
7- Duty to declare interest in proposed transaction or arrangement
8- Talbot, Lorraine, Critical company law, Routledge-Cavendish, 2008, 334-336.
9- the Proper Purposes Doctrine
10- the Mandatory Offer Rule

استدلال کرد که چون تدبیر دفاعیِ قرص سمی درمقابل تصاحب خصمانه، هیچ هدفی جز خنثی کردن پیشنهاد تصاحب خصمانه ندارد؛ در نتیجه، بکارگیریِ دفاع مزبور توسط هیأت‌مدیره یک شرکت بریتانیایی مجاز نبوده، مگر اینکه موافقت سهامداران اخذ گردد. (Seretakis, 2013: 19)

**ب) وظیفه ارتقای موفقیت شرکت**

ماده ۱۷۲ قانون شرکت‌های سال ۲۰۰۶ از مدیریت یک شرکت می‌خواهد به گونه‌ای که «از نظر آن‌ها با حسن‌نیت در نظر گرفته می‌شود»، عمل نماید تا به احتمال زیاد موفقیت شرکت را به نفع کل اعضای آن ارتقا دهند. این بدان معناست که مدیریت شرکت‌ها نباید صرفا بر گسترش سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها بدون ایجاد ثروت و ارزش برای شرکت و سهامداران آن تمرکز کنند، بلکه آن‌ها باید به منظور توسعه سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها به همراه اطمینان از «افزایش ثروت شرکت‌ها»، درگیرِ تصاحب شرکت‌های دیگر شوند. (Kershaw, 2016: 302-303)

لیکن با عنایت به قید «آنچه از نظر مدیران با حسن نیت در نظر گرفته می‌شود»، اتکا به این وظیفه برای پاسخگویی مدیران در خصوص تصاحب‌های فاقد ارزش، دشوار خواهد بود، زیرا راه-هایی که مدیران وظایف خود را از طریق آن‌ها در جهت ارتقای منافع سهامداران خود انجام می-دهند، نسبی بوده و معیار دقیقی برای سنجش آن موجود نمی‌باشد.

**ج) وظیفه اعمال و بکارگیری دقت، مهارت و تلاش (کوشش) متعارف**

این وظیفه هیأت‌مدیره شرکت را بر اساس یک استاندارد نوعی ملزم می‌سازد تا در انجام وظایف خود سطح معینی از استاندارد را به کار ببندد تا سرمایه‌گذاری شرکت از طریق تصاحب به عنوان بهترین تصمیم به نفع شرکت و سهامدارانش با رعایت کامل جوانب احتیاط صورت پذیرد. این بدان معناست که از مدیران انتظار می‌رود استانداردی را که از یک مدیر نوعی انتظار می‌رود، آن‌ها نیز انجام دهند، چه آن‌ها از چنین مهارت یا تجربه‌ای برخوردار باشند یا نه و در صورت کوتاهی در انجام وظیفه، ممکن است مسئول سهل‌انگاری باشند. (Girvin et al., 2010: 336)

شایان ذکر است، این وظیفه صرفا در مورد رفتارهای سهل‌انگارانه مدیران اعمال نمی‌گردد، بلکه شامل موارد کوتاهی می‌شود که به منزله عدم اقدام در جهت حفظ منافع شرکت است. به عنوان مثال، یک مدیر می‌تواند مسئول عدم توجه کافی به امور شرکت شناخته شود، به ویژه در

مواردی که چنین توجهی به طور بالقوه می‌تواند از ضررهای ناشی از رفتار سایر اعضای هیأت-مدیره جلوگیری نماید. با این حال، در صورت نقض وظایف مدیران و عدم انجام آن‌ها به صورت متعارف و قانونی، هرگونه تصمیمی که متعاقبا اتخاذ گردد، رفتار نادرست آن‌ها را توجیه نمی‌کند. (Okanigbuan Jnr, 2020: 92)

البته علیرغم گستردگی وسیع این وظیفه، بعید است مدیرانی که با سهل‌انگاری به دلیل تصاحب‌های غیر ضروری و فاقد ارزش به شرکت و سهامداران آن ضرر می‌رسانند، مسئول شناخته شوند. به دلیل اینکه اولا، طبق بند (۱) ۱۷۰ قانون شرکتها، تکالیف و وظایف مدیران در قبال شرکت بوده و ثانیا، ممکن است اثبات رفتار غفلت‌آمیز خاصی آن هم پس از اتمام تصاحب، دشوار باشد. به عنوان مثال، باید ثابت گردد که مدیران «عمدا» قصد داشته‌اند به منظور گسترش امپراتوری مدیریتی خود، تصاحب‌هایی را انجام دهند که ارزش شرکت را افزایش نمی‌دهند. (Okanigbuan Jnr, 2020: 92)

**د) وظیفه اجتناب از تعارض منافع**

این وظیفه در مورد همه جنبه‌های تصمیم‌گیری توسط هیأت‌مدیره، از جمله تصاحب، اعمال می‌شود. به عنوان نمونه، ممکن است در مواردی یک مدیر به دلیل مالکیت سهام در شرکت پیشنهاددهنده، علاقه متفاوتی نسبت به نتیجه پیشنهاد تصاحب داشته باشد. لیکن هیچ مدیری مجاز به انجام سرمایه‌گذاری‌هایی نیست که در آن منافع شخصی او با منافع اشخاصی که او می‌بایست از آنها محافظت نماید، مغایرت وجود داشته باشد.

**۲-۱-۲-۲. قانون تصاحب انگلیس**

قانون تصاحب مقرر می‌دارد که هر مدیر مسئولیت دارد تا آنجا که می‌تواند از رعایت منطقی این قانون در طول پیشنهاد خرید و فروش اطمینان حاصل کند. قانون مزبور همچنین از مدیران می‌خواهد که مسئولیت اطلاعات مندرج در اسناد یا اطلاعیه‌های منتشر شده برای سهامداران در رابطه با پیشنهاد تصاحب را به طور صریح بپذیرند. در رابطه با تعارض منافع، اگر مدیری دارای تعارض منافع بالقوه باشد، یا هرگونه تعارض احتمالی به وجود آید که ممکن است مانع از مشارکت مناسب او در بررسی و مشاوره سهامداران در مورد پیشنهاد تصاحب گردد، می‌بایست

فورا به هیأت‌مدیره شرکت و مشاوران آن اطلاع دهد. هیأت‌مدیره شرکت نیز ملزم به دریافت مشاوره مستقل در مورد هرگونه پیشنهاد تصاحب است و اصل چنین توصیه‌ای باید به اطلاع سهامداران برسد. (Herbert Smith Freehills LLP, 2021)

**۲-۲. اثر تصاحب بر مدیران در حقوق ایران**

در تحلیل اختیارات مدیران در حقوق ایران، سه نظریه مطرح گردیده است:

۱) قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱ به صراحت حدود اختیارات مدیران شرکت‌های سهامی را تعیین نکرده، اما در تبیین مسئولیت مدیران شرکت‌های سهامی در ماده ۵۱ مقرر داشته است: «مسئولیت مدیر شرکت در مقابل شرکا همان مسئولیتی است که وکیل در مقابل موکل دارد». بنابراین با عنایت به مقررات حاکم بر وکالت در قانون مدنی، به خصوص ماده ۶۶۷ قانون مزبور، مدیران شرکت فقط اختیار انجام دادن اعمالی را دارند که به صورت صریح یا ضمنی در مبحث اختیارات مدیران در اساسنامه آمده یا در صورت سکوت اساسنامه یا تعیین اختیارات مطلق و نامحدود در اساسنامه برای مدیران، بر حسب عرف و عادت و قرائن داخل در اختیارات آنان باشد.

۲) برای تصحیح نظریه وکالت، گفته شده که مدیران نمایندگان قانونی شخص حقوقی بوده و از این منظر، چون اختیار نماینده ناشی از قانون است، لذا اختیارات مدیران به عنوان نماینده وسیع‌تر از وکیل می‌باشد.

۳) در تحولات حقوقی صورت گرفته، اراده اشخاص حقوقی پذیرفته شده و این اراده همان اراده مقامات تصمیم‌گیرنده و مدیران اشخاص حقوقی است که به جای شخص حقوقی تصمیم می‌گیرند. بر این اساس، نظریه دیگری با عنوان «وحدت مدیران با شرکت» یا «رکن بودن مدیران شرکت» مطرح می‌گردد که ایرادات وارد بر نظریه‌های وکالت و نمایندگی قانونی را نداشته و دارای اختیارات کامل در اداره شرکت در رابطه با اشخاص ثالث می‌باشند. در عین حال، در رابطه آن‌ها با شرکت، مدیران می‌بایست در چارچوب اختیارات تعیین شده به وسیله اساسنامه شرکت، مجامع عمومی یا قرارداد مدیریت عمل کنند و در صورت تجاوز از حدود اختیارات تعیین شده، در مقابل شرکت مسئول خواهند بود، اگرچه طبق ماده ۱۳۵ لایحه مذکور، اقدام آن‌ها در مقابل اشخاص ثالث نافذ و مؤثر تلقی می‌شود. (Skini & Sharifi Ale-Hashem, 2001: 2-9)

علی‌ایحال با وجود پذیرش نظریه رکنیت نیز می‌توان بر این عقیده بود که مدیر شرکت امین

آن است و باید در اداره امور شرکت امانت را رعایت کند. لذا هدف مسئولیت امانی حفظ منافع شرکت در مقابل منافع مدیران است و این مسئولیت درصدد است تا مانع سوء استفاده مدیران از سمت خود در شرکت شود و تکلیف شاقی بر گردن مدیران قرار نمی‌دهد.

لذا نظریه دیگری تحت عنوان «وظیفه ارتقای موفقیت شرکت» مطرح می‌گردد. ارتقای موفقیت شرکت الزاماتی فراتر از رعایت امانت، برای مدیر ایجاد می‌کند که رعایت نکردن آن برای مدیر مسئولیت به بار می‌آورد. در بیانی دیگر، وظیه امانی برای مدیر تعهد منفی ایجاد می‌-کند، لیکن وظیفه ارتقای موفقیت شرکت، تعهدی مثبت است. البته منظور از تعهد مثبت، تعهدی در راستای بهبود وضعیت موجود است. در واقع امین از مال مورد امانت حفاظت می‌کند تا تلف یا ناقص نشود. بنابراین امین در راستای «تعهد به حفاظت»، ملزم به «رعایت مصلحت» است و برای رعایت مصلحت ممکن است اقدام مثبت انجام دهد. اما در اینجا اقدام مثبت در راستای بهبود وضعیت موجود نیست، بلکه برای حفظ وضعیت موجود است. لذا با توجه به وضعیت قانونی موجود در حقوق ایران، برای پیشرفت شرکت به نحوی که در حقوق انگلیس مطرح است، در حقوق ایران می‌توان برنامه‌ای برای پیشرفت شرکت (از جمله در زمان اقدام برای تصاحب یا مورد تصاحب واقع شدن شرکت متبوعشان) در اساسنامه پیش‌بینی کرد که در صورت عدم رعایت آن توسط مدیر، برای وی ایجاد مسئولیت شود. البته در این حالت نیز تعهد مدیر اصولا تعهد به وسیله است و در صورتی که مدیر تلاش خود را در تحقق برنامه پیشرفت به کار بسته باشد، مسئول نخواهد بود. (Issaei Tafreshi et al., 2016: 140-143)

در تکمیل بحث باید اضافه کرد که مدیران شرکت‌های سهامی با محدودیت‌های گوناگون بنا بر لایحه مزبور مواجه می‌باشند که از آن جمله می‌توان به مواد ۱۱۴ (دارا بودن حداقل سهام مد نظر برای تضمین خسارات وارده از طرف مدیران بر شرکت)، ۱۲۹ (ورود اعضای هیأت‌مدیره به عنوان طرف معامله در معاملات با شرکت یا به حساب شرکت)، ۱۳۳ (انجام معاملات متضمن رقابت با شرکت) و... اشاره کرد. کما اینکه طبق ماده ۱۴۲ همان قانون، مدیران و مدیرعامل شرکت در مقابل شرکت و اشخاص ثالث نسبت به تخلف از مقررات قانونی یا اساسنامه شرکت و یا مصوبات مجمع عمومی بر حسب مورد منفردا یا مشترکا مسئول می‌باشند و دادگاه حدود مسئولیت هر یک را برای جبران خسارت تعیین خواهد نمود.

## نتیجه‌گیری

اصولا تصاحب در بلندمدت عامل کاهش ارزش است و به تبع آن ثروت صاحبان سهام کاهش خواهد یافت. در حقوق انگلستان، سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده به اندازه شرکت-های هدف با چالش‌هایی روبرو هستند و با عنایت به مقررات تصاحب در انگلستان که عمدتا بر حفاظت از سهامداران شرکت هدف متمرکز است، به نظر می‌رسد توجه کافی نسبت به حفاظت از منافع سهامداران شرکت پیشنهاددهنده در هنگام تصاحب نشده است و سهامداران آن‌ها از نقش‌های سلطه‌گرانه مدیران مصون نبوده و قوانین و مقررات مربوطه نیز در عمل کارایی چندانی ندارند.

مضافا اینکه به نظر نمی‌رسد روش طرح دعوای مشتق برای سهامداران شرکتهای تصاحب‌کننده در رابطه با ضررهای ناشی از تصاحب‌های غیر ضروری، راه حل مناسبی باشد. البته اگرچه مدیران شرکت در قبال شرکت (و نه سهامداران) مسئول هستند، اما نمی‌توانند اهمیت حقوق مالکیت سهامداران را در هنگام انجام تکالیف امانی خود، به ویژه در هنگام تصاحب، نادیده بگیرند؛ لذا در صورتی که تعارض منافع و مشکلات ناشی از نمایندگی به وسیله مقرراتی مانند قاعده «ممنوعیت بکارگیریِ اقدامات خنثی‌کننده» کاهش یابند، حقوق مالکیت سهامداران شرکت هدف تا حد زیادی قابل محافظت خواهد بود. در حقوق ایران نیز با توجه به مواد قانونی موجود که محدودکننده اختیارات مدیران شرکت است و همچنین با پیش‌بینی امکان طرح دعوای مشتق علیه مدیران، به نظر می‌رسد سهامداران از حمایت نسبی برخوردار هستند.

در رابطه با مدیران شرکت، با عنایت به این واقعیت که طی فرآیند تصاحب، آن‌ها معمولا خودشان مستقیما در فرآیند مذاکرات مشارکت می‌کنند و این امکان را دارند که در مورد منافع خود از قبیل اخذ خسارت از شرکت به دلیل برکناری از سمت مدیریت و... مذاکره کنند، منافع آن‌ها بدون وجود مقررات خاص در حوزه تصاحب، تأمین خواهد شد. در حقوق انگلیس، مدیران دارای مسئولیت‌های قانونی در قبال شرکت و بعضا سهامداران، برای حفاظت از منافع شرکت بوده و به نظر می‌رسد تکالیف امانی آن‌ها در قبال شرکت، تا حدودی موجب حفاظت از سهامداران شرکت به ویژه سهامداران شرکت تصاحب‌کننده نیز می‌شود.

در حقوق ایران نیز طبق نظریه «وظیفه ارتقای موفقیت شرکت»، می‌توان برنامه‌ای برای پیشرفت

شرکت (از جمله در زمان اقدام برای تصاحب یا مورد تصاحب واقع شدن شرکت متبوعشان) در اساسنامه پیش‌بینی کرد که در صورت عدم رعایت آن توسط مدیر، برای وی مسئولیت ایجاد شود. البته در این حالت نیز تعهد مدیر اصولا تعهد به وسیله است و در صورتی که مدیر تلاش خود را در تحقق برنامه پیشرفت به کار بسته باشد، مسئول نخواهد بود.

**References**


[1] Arefi Asghar, The Study Of Financial Performance In Iranian Acquisition Firms, Iranian Journal of Trade Studies (IJTS), Vol. 13, No. 50, pp. 225–245 2009.

[2] Armour, John and Skeel, David A. Jr., "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation", Faculty Scholarship at Penn Law, 2007.

[3] Caves, Richard E., "Mergers, takeovers, and economic efficiency: Foresight vs. hindsight", International Journal of Industrial Organization, vol. 7, 1989.

[4] Cosh, Andy, and Paul Guest, "The Long-Run Performance of Hostile Takeovers: U.K. Evidence", Working Papers, Centre for Business Research, University of Cambridge, 2001.

[5] Dickerson, A.P., Gibson, H.D. and Tsakalotos, E., "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms", Oxford Economic Papers, Vol. 49, pp. 344-361, 1997.

[6] Girvin, Stephen, Sandra Frisby, and Alastair Hudson, Charlesworth's Company Law, 18th Edition, London: Sweet & Maxwell, 2010.

[7] Henry, Darren, "Directors' Recommendations in Takeovers: An Agency and Governance Analysis", Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32, 2005.

[8] Herbert Smith Freehills LLP, "Guide To UK Takeovers", https://www.herbertsmithfreehills.com/latest-thinking/guide-to-uk-takeovers.pdf, Accessed January 17, 2021.

[9] Issaei Tafreshi M, Ramezani Akerdi H, Abbasimanesh H R. Promote the Success of the Company; A Duty for Director (Study in English and Iranian Law), Tarbiat Modares University Press, Journal of Comparative Law Researches (CLR), Vol. 19, No. 4, pp. 123–148, 2016.

[10] Jafarpour, Hassan, A Comparative Study of the Merger of Companies in British Law and the Iranian Business Law Bill 2005, Thesis for a master's degree, Allameh Tabataba'i University, 2008.

[11] Kershaw, David, Principles of Takeover Regulation, Oxford University Press, 2016.

[12] Mohammadi Nik, Mohammad, Merger in Iran Law and England Law,

Tehran: Mizan Legal Foundation, 2017.
[13] Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", Journal of Finance, Vol. 45, 1990.
[14] Okanigbuan Jnr, Francis, Corporate Takeover Law and Management Discipline, Routledge, Taylor & Francis Group, 2020.
[15] Seretakis, Alexandros L., "Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case Against the United States Regime", The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 8, No. 2, 2013.
[16] Skini R, Sharifi Ale-Hashem S E. Analysis of Directors Powers of Share Limited Company with Respect to Foundations of Relation between Directors and Company in Iran and English Legal Systems, Tarbiat Modares University Press, Journal of Comparative Law Researches (CLR), Vol. 4, No. 4, 2001.
[17] Slaughter and May, "A Guide to Takeovers in the United Kingdom", https://my.slaughterandmay.com/insights/client-publications/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf, Accessed April 19, 2021.
[18] Tachmatzidi, Isidora, "Takeover Defences in the United Kingdom", International Journal of Economics and Business Administration, Vol. 6, 2018.
[19] Yousefzadeh, Samad, Investment Law: Acquisition (A Study in Iran and UK Legals Systems with Economics Analysis Approach), Tehran: Ganje Danesh, 2019.